

何种内部治理机制影响了公司权益代理成本* ——大股东与董事会治理效率的比较

曾庆生¹, 陈信元²

(1. 上海交通大学 安泰管理学院, 上海 200052;
2. 上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200433)

摘要:文章采用相对管理费用作为权益代理成本的代理变量,以1999~2002年上市公司为对象,检验了两种核心的内部治理机制——大股东和董事会对公司经营者代理问题的影响。研究发现,董事会独立性在国家控股公司与非国家控股公司之间存在一定的差异,但对公司权益代理成本几乎没有影响;相反,终极控股权性质对权益代理成本产生了显著影响,即无论是否考虑董事会独立性的影响,国家控股公司的代理成本显著高于非国家控股公司;并且,在国家控股公司中,控股股东持股比例越高,公司权益代理成本越高。此外,文章还发现,国家控股方式影响了公司权益代理成本,国资部门控股公司代理成本显著高于其他的国家控股公司。

关键词:终极控股权;董事会独立性;权益代理成本

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2006)02-0106-12

一、引言

近年来,上市公司特别是国有控股上市公司的代理问题成为经验研究的热点,一些研究通过检验股权结构与公司绩效的关系,评价了不同股权性质或股权结构的代理问题(Xu 和 Wang, 1999; Sun 和 Tong, 2003)。大部分研究结果表明,国有股或国家股对公司绩效产生了负面影响。然而,公司绩效特别是公司价值,通常衡量的是公司的总代理成本,而总代理成本是公司全部代理问题的集中反映。在“一股独大”的股权结构下,中国上市公司不仅面临现代企业普遍存在的股东与经营者之间的代理问题(即权益代理问题),而且面临大股东与中小股东之间的代理问题,国家控股公司甚至可能面临终极所有者——政府的行政干预。既有的研究表明,我国国家控股公司的控股股东(包括

收稿日期:2005-11-11

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70572105)

作者简介:曾庆生(1974—),男,江西永丰人,上海交通大学安泰管理学院会计与财务系讲师,博士;
陈信元(1964—),男,浙江宁波人,上海财经大学会计与财务研究院教授,博士生导师。

作为终极控制者的政府)代理问题比非国家控股公司严重(李增泉、孙铮、王志伟,2004;曾庆生、陈信元,2005)。但是,在公司内部,国家控股公司经营者的代理问题是否也比非国家控股公司严重,即国家控股公司的权益代理成本是否更高?如果是,那么这种差异是源自于控股股东终极所有权性质本身,还是源自于董事会结构的差异?在这方面迄今尚缺乏直接的经验证据。本文拟借鉴 Ang、Cole 和 Lin(2000)的方法,以管理费用与主营业务收入之比作为权益代理成本的度量指标,检验了终极控股权、董事会独立性与公司权益代理成本的关系。

二、文献综述

在新兴的中国证券市场,控股权的所有制性质是否影响公司治理效率问题不仅倍受市场关注,而且被学术界广泛研究。例如 Xu 和 Wang(1999)、Sun 和 Tong(2003)通过检验股权性质或结构与公司绩效的关系,发现国家股或国有股对公司绩效产生负面影响。也有一些研究从另外的角度检验了不同控股权的治理效率。如徐晓东、陈小悦(2003)比较了第一大股东为国家股、国有法人股和其他股东等三类公司在公司治理、企业业绩方面的差异,发现第一大股东为国家股的公司盈利能力和公司治理效率都更低,而其他两类公司之间几乎无显著差异;刘芍佳、孙需、刘乃全(2003)则发现在国家最终掌控的上市公司中,国家间接控股、同行同专业的公司控股、整体上市等三类公司的代理效率损失最少。以上研究都采用公司价值或会计业绩衡量公司治理效率,衡量的是公司总的代理成本。

然而,中国上市公司面临多重代理问题,从不同层面比较不同类型公司之间的代理问题差异,将更有利于改善公司治理。李增泉、孙铮、王志伟(2004)发现国有企业控制的公司的控股股东占用的资金高于非国有企业控制的上市公司;曾庆生、陈信元(2005)的研究表明,由于行政干预,国家控股公司雇佣了比非国家控股公司更多的职工,并承担了更高的劳动力成本。换言之,国家控股上市公司面临更加严重的控股股东侵占和政府干预带来的“外部”代理问题。但是,很少有论文直接研究上市公司内部人代理成本及其影响因素。

在理论上,董事会是公司内部治理的核心,董事会的独立性被认为是决定董事会治理效率的关键。其中,独立董事制度是提高董事会独立性,保证董事会运作的公正性和透明性,从而在一定程度上维护和保障股东权益的一种制度安排(Fama, 1980; Fama 和 Jensen, 1983)。近年来,为了提高董事会的治理效率,我国监管部门对上市公司或国有大型企业的董事会独立性建设作出具体规定^①。随着独立董事制度的推进,研究者也开始对我国董事会独立性对上市公司绩效的影响进行了实证检验。例如,王小娥、赵守国(2002)的实证分析表明,我国上市公司绩效与董事会独立性无显著相关关系;于东智(2003)发

现董事长与总经理两职合一并不是影响公司绩效的重要因素,独立董事未能对公司绩效的提高产生显著作用。与前两者不同,吴淑琨(2004)对董事会独立性与公司绩效的相关性检验发现,二者的相关性是有条件的,即股权集中度与非执行董事比例的交叉反应与公司绩效正相关。但是,这些研究仍以公司绩效即总代理成本衡量董事会独立性的治理效率,而总代理成本中控股股东代理成本往往是公司内部人不可控的。

对于转型经济中的中国上市公司,终极控制权性质和董事会独立性是否影响公司权益代理成本,或者谁是更为根本的影响因素,尚缺乏直接的经验证据。

三、理论分析与研究思路

根据 Jensen 和 Meckling(1976)的代理理论,在信息不对称、合同不完全的情况下,代理关系必然产生代理问题,代理成本是代理问题的集中反映和结果。在经理即是惟一股东的企业里,代理成本为零;而在所有权与经营权分离的现代企业,代理成本必然存在,只是依所有权与经营权分离程度以及公司治理效率的不同而产生高低不等的代理成本。例如,Ang、Cole 和 Lin(2000)对不同股权和管理结构下的小公司研究发现,在企业经理为外部人时的代理成本高于当经理为内部人的情形;企业经理持股比例越高,代理成本越低;非经理股东数量越多,代理成本越高;当企业受银行监督越多时,代理成本越低。

公司治理机制的目标就是要降低代理成本,保护投资者利益。公司治理机制分外部机制和内部机制。外部治理是指公司经营所处的外部环境,包括一个国家的法律体系、产品市场、经理人才市场、控制权市场等;内部治理机制包括董事会和大股东等。在一个国家或市场中,公司的外部治理环境基本相同,那么公司治理的差异在于内部治理机制,特别是大股东和董事会。中国上市公司是典型的大股东控制的股权结构。在发达市场,作为治理机制之一的大股东,可以在一定程度上降低股权分散所引起的经营者与股东之间的代理成本(La porta, Lopez-De-Silanes 和 Shleifer, 1999)^②。但是对于转型经济中的中国上市公司,国有大股东与非国有大股东之间在监督经营者方面是否存在效率差异?理论界有很大争议:一种观点认为国家控股公司的股东是政府(部门),后者既是国有资产的代理人又是国有资产的委托人,终极所有者缺位,而且国家控股公司代理层级较多,所以国家控股公司的代理问题更加严重;第二种观点认为,国有企业与其他现代企业的代理问题没有本质区别,它们都面临着所有权与经营权分离所带来的经营者代理问题;国有企业的核心问题不在产权,而在于缺乏一个为所有者提供关于企业成本和经理努力程度的充分信息的竞争市场(林毅夫、蔡昉、李周,1997)。因此,终极控股权是否影响公司权益代理成本是一个有待检验的实证问题。本文将对此进行检验。

即使终极控股权不同的公司权益代理成本存在差异,这种差异可能与控

股权性质无关,而很可能来自另一个重要的内部治理机制——董事会。董事会是否能有效激励和监督企业经理,与董事会的独立性有关,而董事会的独立性又取决于董事会的结构。例如,独立董事制度的建立是希望通过借助于对董事会的内部机构适当的外部化,形成对内部人的外部监督制约力量,降低公司管理层和董事合谋的可能性,从而在一定程度上维护和保障股东的权益(Fama 和 Jensen,1983; Fama,1980)。当然,董事会独立性是否真正改善了公司治理效率取决于法律、文化等外部环境。已有的研究表明,我国上市公司董事会独立性对公司绩效的影响甚微。但是,董事会独立性对权益代理成本(比如限制经营者在职消费)是否产生影响,有待检验。因此,本文将对国家控股公司与非国家控股公司之间的董事会独立性差异,以及董事会独立性是否影响公司权益代理成本进行检验。

鉴于政府控股方式的多样性,本文最后检验控股方式对公司权益代理成本的影响。

四、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文选择1999~2002年期间沪深两市中的非金融类A股公司为研究对象。根据深圳国泰安信息技术有限公司CSMAR财务数据库资料,我们得到初始样本4290个。样本筛选过程:(1)剔除严重亏损样本(即所有者权益小于股本、连续两年亏损的公司)292个;(2)按因变量(即管理费用占主营业务收入之比)剔除两端极值样本各1%,即80个;(3)剔除董事会独立性信息缺失^③的样本168个;(4)剔除最终控制人不明的样本141个。这样,得到有效研究样本3609个。除上市公司最终控制人数据库系自建外,其他数据均来自于CSMAR数据库。

(二) 研究模型与变量界定

为了检验终极控股权、董事会独立性对公司代理成本的影响,本文借鉴Ang、Cole和Lin(2000)模型,并加入了多个重要的控制变量,模型如下:

$$\begin{aligned} \text{adm_exp} = & \alpha + \beta_1 \text{state} + \beta_2 \text{outsider}(/ \text{dir_payed}) + \beta_3 \text{double} \\ & + \beta_4 \text{prclevel} + \beta_5 \text{blockshare} + \beta_6 \text{lnsale} + \beta_7 \text{listage} \\ & + \beta_8 \text{margin} + \beta_9 \text{lev} + \sum \delta_i \text{indu}_i + \sum \sigma_i \text{year}_i + \epsilon \end{aligned}$$

因变量。adm_exp为管理费用与主营业务收入之比。权益代理成本的度量颇为困难。陈冬华、陈信元、万华林(2005)以在职消费^④度量上市公司高管层的代理成本。在职消费确实是反映权益代理成本的一个很直接的指标,但是由于现行制度未对“在职消费”涉及项目的披露进行规范,因此该信息的披露具有随意性。比如有的公司只披露其中的几项而故意隐藏重大的在职消费项目,使得不同公司之间的数据可能缺乏可比性。Ang、Cole和Lin(2000)在

研究小公司的权益代理成本时采用了“经营费用与主营业务收入之比”指标^⑤,将经营费用界定为总费用减去产品销售成本、利息费用和经理报酬。该费用基本相当于我国管理费用(扣除经理报酬)和销售费用之和。本文采用相对管理费用,即管理费用占主营业务收入的比例,度量上市公司内部人的代理成本。因为与销售费用相比,管理费用在财务会计上指“为组织和管理企业生产经营所发生的费用”,是所有经营性收支项目中内涵最模糊、外延最广的项目;正因为“管理费用”可以“兼容并蓄”,所以该项目往往成为经营者五花八门的在职消费的“避风港”^⑥。因此,管理费用在一定程度上度量了公司经营者的代理成本^⑦。

考察变量。终极控股权变量 state 为国家控股哑变量,当上市公司控股股东或其终极控制人为国有企业或政府部门时取 1,否则取 0。

董事会独立性变量。本文采用三个变量度量董事会独立性:outsider 为外部董事占董事会成员的比例。外部董事指年报中披露的外部董事、独立董事、非执行董事,即不在上市公司担任除董事外的其他职务的董事,与通常所说的“非执行董事”含义相同。执行董事与非执行董事的比例是描述和刻画董事会结构的最简单、最基本的指标(费方域,1996)。通常认为外部董事比率越高,董事会独立性越强,从而对经营者的监督越有效。本文同时采用了受薪董事(不包含只领津贴董事)占董事会成员的比例(dir_payed)度量董事会的独立性。理论上,受薪董事比例越高,说明内部董事越多,董事会的独立性越差。此外,还以董事长与总经理两职合一与否(double 为当两职合一时取 1,否则取 0)度量董事会独立性。代理理论认为,两职合一会削弱董事会的监控;管家理论认为,有利于提高企业的经营绩效。尽管我国上市公司董事长与总经理两职是否合一对公司绩效无显著影响(吴淑琨等,1998;于东智,2003),但两职合一对权益代理成本的影响仍有待检验。

控制变量。为增强研究结论的说服力,本文对以下可能对管理费用具有影响的因素予以控制。

prclevel 为地区物价水平,以公司所在省(市)企业在岗职工平均工资表示(万元)。通常地区物价水平越高,公司的管理成本会越高。blockshare 为实际控制人持股比例(关联股东持股比例予以合并)。在理论上,控股股东持股比例越高,大股东就越有动机监督和激励上市公司经理,从而管理费用越低。但当终极控股权为国家时,则可能出现相反的情形,即大股东与上市公司的经营者同为内部人,大股东持股比例越高,内部人控制问题越大,权益代理成本越高。lnsale 是公司规模为主营业务收入(万元)的对数。由于规模经济,公司规模越大,单位营业收入的管理费用率应越低,故予以控制。listage 为已上市年数,上市当年取 1,第二年取 2,依次类推。中国上市公司绝大多数是经重大重组、改制而来,上市年数等同于国外公司的成立年限。而且,上市

越早的公司,改制越不彻底,内部人代理问题可能越大。此外,本文还控制了公司毛利率(margin)和资产负债率(lev)这两个反映公司盈利能力和财务状况的基本指标,以及公司所处的行业(indu)^⑧和会计年度(year)。毛利率高的公司通常是高科技公司,其研发成本高,从而管理费用会比其他公司高。

五、实证检验

(一)描述性统计

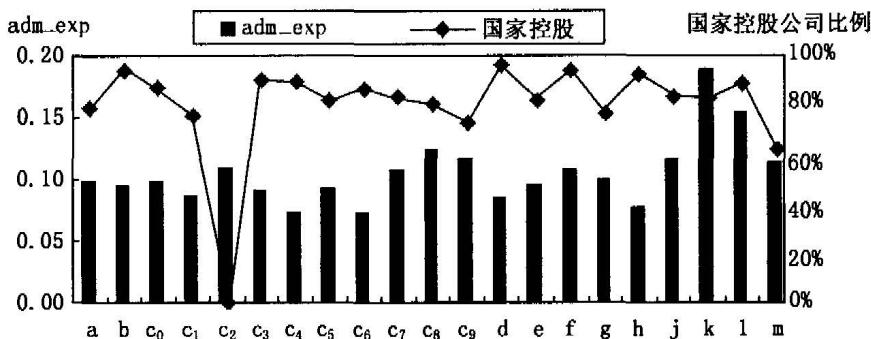
表1对因变量(相对管理费用)和其他主要变量进行了简单描述。由表1可见,管理费用占主营业务收入的比重在9.8%左右;83.7%的公司属国家控股;外部董事比例很低,仅占8.8%,并且一半以上的公司没有外部董事;受薪董事约占董事会成员的56%;13%公司仍然是董事长和总经理两职合一;上市公司“一股独大”现象明显,第一大股东平均持股46.5%。

表1 主要研究变量的简单描述

变量	均值	标准差	上四分位数	中位数	下四分位数
adm_exp	0.0979	0.0834	0.0476	0.0764	0.1197
state	0.8371	0.3693	1	1	1
outsider	0.0880	0.1251	0	0	0.1818
dir_payed	0.5592	0.2726	0.3333	0.5556	0.7778
double	0.1316	0.3381	0	0	0
blockshare	0.4650	0.1732	0.3095	0.4669	0.6022
prclevel	1.1304	0.4102	0.8342	0.9233	1.4522
listage	4.8917	2.5775	3	5	7
lnsale	10.9408	1.1341	10.1708	10.8757	11.6004
margin	0.2739	0.1578	0.1633	0.2401	0.3499
lev	0.4189	0.1618	0.3012	0.4166	0.5382

图1对比了各行业相对管理费用和国家控股公司比例的分布情况。可见,相对管理费用呈现出明显的行业特征,社会服务业(k)最高,石油、化学、塑胶、塑料业(c₄)和金属、非金属业(c₆)最低,因此在多元回归中,应该控制行业变量。从国家控股公司的分布情况来看,除木材、家具业(c₂)和综合类(m)外,其他行业的国家控股比例相对平稳,大多在83%左右。

图2分组比较了不同公司规模(主营业务收入)下的终极控股权性质与相对管理费用。可以看出,无论是否国家控股,相对管理费用随着公司规模的增加而呈明显的下降趋势,这说明公司管理费用存在显著的规模经济。而同一规模组中,国家控股公司的相对管理费用也明显高于非国家控股公司,这表明国家控股公司的内部人代理成本可能高于非国家控股公司。



注:图中行业代码对应行业:a—农林牧渔业,b—采掘业,c₀—食品、饮料,c₁—纺织、服装、皮毛,c₂—木材、家具,c₃—造纸、印刷,c₄—石油、化学、塑胶、塑料,c₅—电子,c₆—金属、非金属,c₇—机械、设备、仪表,c₈—医药、生物制品,c₉—其他制造业,d—电力、煤气及水的生产和供应业,e—建筑业,f—交通运输、仓储业,g—信息技术业,h—批发和零售贸易,j—房地产业,k—社会服务业,l—传播与文化产业,m—综合类。

图1 各行业的相对管理费用与国家控股公司比例

表2 比较了终极控制权与董事会独立性的关系。从均值来看,非国家控股公司的外部董事比例、董事长和总经理两职合一的比例均明显高于国家控股公司,而受薪董事的比例无明显差异。均值检验和中位数的非参数检验均表明两类公司的外部董事比例和两职合一的差异是显著的,即非国家控股公司的外部董事比例和董事长与总经理两职合一比例均显著高于国家控股公司,因而两类公司的独立性难分伯仲。

表2 国家控股公司与非国家控股公司董事会独立性比较

变量	非国家控股	国家控股	T值(Z值)
outsider	0.113 (0)	0.083 (0)	5.35 (3.71)
dir_payed	0.566 (0.556)	0.558 (0.545)	0.65 (0.617)
double	0.189 (0)	0.120 (0)	4.49 (4.45)

注:前两列数据是均值、中位数(括号表示);最后一列分别是T检验值和(非参数)中位数检验的Z值。

(二)回归检验

表 3 依次对控股股东的终极控股权性质、董事会独立性变量进行单独和联合检验。从回归结果来看,无论是单独检验还是联合检验,国家控股公司(state)的相对管理费用在 1% 水平上显著高于非国家控股公司;外部董事比例(outsider)和受薪董事比例(dir_payed)与相对管理费用正相关,但均不显著;董事长和总经理两职合一(double)与相对管理费用显著正相关。这表明,控股股东的终极所有权性质影响了公司权益代理成本,董事长与总经理两职合一也增加了权益代理成本,但从第 5 或 6 列的回归系数和 T 值来看,控股股东性质对权益代理成本的影响要比董事长与总经理两职合一的影响大得多。

表 3 终极控股权、董事会独立性与权益代理成本的回归检验(样本量=3609)

变量/参数	1	2	3	4	5	6
Intercept	0.3293*** 23.76	0.3370*** 24.15	0.3354*** 23.81	0.3334*** 23.93	0.3278*** 23.52	0.3262*** 23.21
state	0.0215*** 6.54				0.0222*** 6.75	0.0219*** 6.68
outsider		0.0130 0.91			0.0183 1.29	
dir_payed			0.0010 0.23			0.0001 0.03
double				0.0084** 2.42	0.0093*** 2.72	0.0095*** 2.74
prclevel	0.0117*** 3.71	0.0113*** 3.58	0.0116*** 3.59	0.0119*** 3.74	0.0120*** 3.79	0.0122*** 3.78
blockshare	0.02*** 3.15	0.03*** 4.66	0.03*** 4.62	0.04*** 4.85	0.03*** 3.32	0.03*** 3.31
lnsale	-0.0338*** -29.0	-0.0334*** -28.44	-0.0334*** -28.46	-0.0334*** -28.55	-0.0341*** -29.1	-0.0339*** -29.08
listage	0.0051*** 9.63	0.0052*** 9.8	0.0052*** 9.81	0.0053*** 9.89	0.0051*** 9.71	0.0051*** 9.72
margin	0.1093*** 11.95	0.1050*** 11.43	0.1053*** 11.45	0.1047*** 11.4	0.1080*** 11.8	0.1085*** 11.85
lev	0.0696*** 8.9	0.0684*** 8.71	0.0684*** 8.69	0.0687*** 8.75	0.0699*** 8.95	0.0699*** 8.94
控制行业	是	是	是	是	是	是
控制年度	是	是	是	是	是	是
Adj R ²	0.3362	0.3284	0.3282	0.3293	0.3375	0.3372

注:上行为回归系数,下行为 T 检验值;***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5% 和 10%(双尾检验,表 4 与此相同)。

为使结论更具说服力,我们还分年度进行了检验。回归结果显示,除 1999 年不够显著外,2000~2002 年国家控股公司的相对管理费用均在 1% 的水平上显著高于非国家控股公司;董事长与总经理两职合一与相对管理费用尽管正相关,但只有 1999 年达到 10% 的显著水平;外部董事比例除 1999 年与相对管理费用显著正相关外,其余年度均不显著^⑨。这表明终极控股权性质是公司经营者代理成本的重要影响变量,而董事会独立性对代理成本的影响非常微弱。限于篇幅,未列示上述结果。

表3还显示,控股股东持股比例越高,公司管理费用越多。但是,按终极控股权分组检验发现(限于篇幅,未列示结果),在国家控股公司中,控股股东持股比例与管理费用在1%的水平上显著正相关;而在非国家控股公司中,控股股东持股比例与管理费用负相关,尽管不够显著($T = -1.26$)。这种差异即使进一步分年度检验也仍然存在。这表明,在国家控股公司中,由于所有者缺位,控股股东的经营者与上市公司的经营者同为内部人,控股股东持股比例越高,内部人控制问题越严重;而非国家控股公司由于产权明晰,控股股东持股比例越高,对上市公司经营者的监督可能越大。

六、国家控股方式与公司权益代理成本

上述检验表明,无论是否考虑董事会结构的影响,国家控股公司的权益代理成本均高于非国家控股公司。那么,在国家控股公司中,控股方式的不同是否影响公司权益代理成本呢?为此,我们按控股方式将国家控股公司细分为三类:国资部门控股(ga)、国有独资企业控股(soe)和国家控股企业控股(sce)^⑩。其中,由于“政企分开”的要求和企业经营知识的不对称,政府部门对上市公司经营者的监督非常有限,国资部门控股的公司内部人控制问题可能更加严重。而在国有独资企业、国家控股企业控股的公司,由于大股东是企业集团,具有相对政府部门而言更为丰富的企业管理知识和经验,对上市公司经营者的监督和激励可能更有效,从而经营者代理成本更低。

表4的回归结果与我们的预测相吻合。无论是否考虑公司董事会独立性差异,国资部门控股公司的经营者代理成本均显著高于国有独资企业和国家控股企业控股的公司。但控股股东是国有独资企业还是国家控股企业对权益代理成本的影响不显著。分年度检验发现除2002年关系不显著外,其余三个年度仍支持上述结论(限于篇幅,未列示结果)。

表4 国家控股方式与权益代理成本的回归结果(样本量=3021)

变量/参数	模型1		模型2		模型3	
	系数	T值	系数	T值	系数	T值
Intercept	0.3386***	21.93	0.3395***	21.85	0.3409***	21.67
ga	0.0163***	4.17	0.0153***	3.87	0.0139***	3.09
soe					-0.0015	-0.49
sce	0.0015	0.50	0.0015	0.49		
outsider			0.0242	1.54	0.0242	1.54
double			0.007*	1.79	0.0070*	1.79
prclevel	0.0117***	3.47	0.0118***	3.50	0.0118***	3.50
blockshare	0.003***	4.23	0.004***	4.31	0.004***	4.31
lnsale	-0.0336***	-26.43	-0.0338***	-26.52	-0.0338***	-26.52
listage	0.0056***	9.83	0.0056***	9.84	0.0056***	9.84
margin	0.1076***	10.59	0.1068***	10.5	0.1068***	10.5
lev	0.0744***	8.63	0.0751***	8.71	0.0751***	8.71
控制行业	是		是		是	
控制年度	是		是		是	
Adj R ²	0.3548		0.3556		0.3556	

注:ga、soe、sce依次表示公司控股股东为国资部门、国有独资企业和国家控股企业。

七、研究结论和启示

以1999~2002年中国上市公司为对象,本文检验了控股股东终极所有权性质、董事会独立性与公司代理成本之间的关系。研究发现:终极控股权不同的公司董事会独立性存在一定的差异,即国家控股公司的外部董事比例显著低于非国家控股公司,但后者的董事长与总经理两职合一的比例显著高于前者;外部董事比例、受薪董事比例与公司权益代理成本关系不显著,董事长与总经理两职合一可能对权益代理成本产生一定的负面影响,但是,无论是否考虑董事结构的影响,国家控股公司的权益代理成本均显著高于非国家控股公司。此外,我们还发现,国家控股方式影响了公司的权益代理成本,国资部门直接控股的公司代理成本显著高于其他国家控股公司;在国家控股公司中,控股股东持股比例越高,权益代理成本就越高,而在非国家控股公司中,控股股东持股比例与权益代理成本呈弱负相关关系。

总之,本文证据表明,上市公司控股股东的终极所有权性质对公司权益代理成本具有显著影响,而董事会结构对公司内部治理的作用十分微弱。因此,推进我国国有公司股权改革的多元化,降低国家持股比例,特别是减少政府部门直接持股,是国有资产管理模式改革的方向。在此基础上,健全公司内部治理机制特别是独立董事制度,才具有现实意义。

* 本文系陈信元教授主持的国家自然科学基金课题(项目批准号70572105)和教育部人文社会科学重大项目的研究成果,同时也是国家自然科学基金课题(项目批准号70172008)的后续研究成果。

注释:

- ①2001年,中国证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》明确规定在2002年6月30日前,上市公司董事会成员中应当至少包括2名独立董事;在2003年6月30日前,董事会成员中应当至少包括1/3独立董事。2000年10月,国家经贸委发布的《国有大中型企业建立现代企业制度和加强管理的基本规范(试行)》规定:董事长和总经理原则上不得由一人兼任。
- ②股权集中同时带来了新的代理问题——大股东侵占中小股东权益。但本文不研究这一层代理问题,而只限于经营者的代理问题。
- ③指没有披露董事受薪情况、是否存在外部董事、董事长与总经理是否合一的公司。
- ④以年报现金流量表附注中的“支付的其他与经营活动有关的现金流量”项目所披露的“办公费、差旅费、业务招待费、通讯费、出国培训费、董事会费、小车费和会议费”之和计量在职消费。
- ⑤该文同时采用了总资产周转率度量权益代理成本,笔者认为,中国上市公司资产重组频繁,资产规模变动较大,该指标衡量中国内部人代理成本的噪音更大,故未采用。
- ⑥本文同时使用管理费用与销售费用两者之和替代管理费用进行了检验,结果与管理费用没有显著差异(限于篇幅,未列示该结果)。另外,我国经理薪酬概念比较含糊,且相

对管理费用而言数量很小,故未作剔除。

- ⑦需要指出的是,管理费用可能低估了权益代理成本。因为它不能完全计量企业层面的间接代理成本(如因代理问题导致的经营决策的扭曲);也不能计量利润表外的代理成本(如非经理股东实施的个人监督成本或者管理者的保证成本)。
- ⑧行业分类采用中国证监会的分类标准,制造业(代码 C)按前两位数细分行业,其他行业按前一位分类。
- ⑨2001、2002 的相关系数由原来的正数变为负数,说明随着中国证监会独立董事制度建设的推进,外部董事的角色或作用正在朝积极的方向发展。
- ⑩国资部门包括国资局、财政局等政府机关和国有资产经营或投资公司(国有资产经营或投资公司从国资部分分立而来,承担与国资部门基本相同的职能);国有控股企业包括国有合资企业、国有控股非国有参股的企业。

参考文献:

- [1] 陈冬华,陈信元,万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究,2005,(2): 92~101.
- [2] 费方域. 董事和董事会的结构[J]. 上海经济研究,1996,(2):37~40.
- [3] 李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. 会计研究,2004,(12):3~13.
- [4] 林毅夫,蔡昉,李周. 充分信息与国有企业改革[M]. 上海:上海人民出版社、上海三联书店出版,1997.
- [5] 刘芍佳,孙需,刘乃全. 终极产权论、股权结构与公司业绩[J]. 经济研究,2003,(4): 51~62.
- [6] 王小娥,赵守国. 上市公司董事会结构的实证分析[J],西北大学学报(哲学社会科学版),2002,(1):45~47.
- [7] 吴淑琨,柏杰,席酉民. 董事长与总经理两职的分离与合——中国上市公司实证分析[J]. 经济研究,1998,(8):21~28.
- [8] 吴淑琨. 基于股权结构的董事会独立性与公司绩效的实证研究[J]. 西安交通大学学报(社会科学版),2004,(3):17~24.
- [9] 徐晓东,陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业绩效的影响分析[J]. 经济研究,2003,(2):67~74.
- [10] 于东智. 董事会、公司治理与绩效——对中国上市公司的经验研究[J]. 中国社会科学,2003,(3):29~41.
- [11] 曾庆生,陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本:来自中国上市公司的经验证据[R]. 上海:上海财经大学,2005.
- [12] Ang, Cole, Lin. Agency cost and ownership structure[J]. The Journal of Finance, 2000,55:81~106
- [13] Fama E, Jensen M. Separation of ownership and control[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26:301~325.
- [14] Fama E. Agency problems and the theory of the firm[J]. Journal of Political Economy, 1980,88:327~349.

- [15] Michael C Jensen, William H Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3:305~360.
- [16] Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer. Corporate ownership around the world[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54:471~517.
- [17] Sun Q, W Tong. China share issue privatization: The extent of its success[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70:183~222.
- [18] Xu X N, Wang Y. Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies[J]. *China Economic Review*. 1999, (10):75~98.

Which Internal Governance Mechanisms Affect Corporate Equity Agency Cost

—A Comparision of Governance Efficiency between Block Shareholder and of Director

ZENG Qing-sheng¹, CHEN Xin-yuan²

(1. *Antai School of Management, Shanghai Jiaotong*

University, Shanghai 200052, China;

2. *Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

Abstract: This paper tests which internal governance mechanisms, block shareholders or board of directors, affect managers' agency cost with a measure of relative overhead expense. We find that despite of some difference in board's structure between state controlled firms and no-state controlled firms, the independence of board has little influence on corporate equity agency cost. On the other hand, ultimate ownership significantly affects it, i. e. whether the difference of board's structure is controlled, state controlled firms' equity agency cost is significantly higher than that of no-state controlled firms. What's more, among state controlled firms, the more stocks controlled by the block shareholders, the more equity agency cost is assumed. We also find that governments directly controlled firms assume more equity agency cost than other state controlled firms.

Key words: ultimate ownership; independence of the board; equity agency cost

(责任编辑 金 润)